

Mifid2. Il «dark trading» in Europa potrebbe triplicare

La riforma contro le «dark pools» rischia di aiutare gli scambi oscuri

SCENARIO

Per XTX Markets cresceranno gli internalizzatori sistematici Kunkl (Be Consulting): dovrà vedersi se queste realtà sono capaci di assorbire gli ordini

Vittorio Carlini

■ La legge contro le «dark pools» che aiuta la compravendita di titoli all'«oscuro». È il paradosso che può configurarsi con l'entrata in vigore della Mifid2.

I motivi? Per comprenderli è dapprima necessario ricordare cosa si intende per «dark pools» e quali le novità previste dalla normativa.

Orbene: le «dark pools», o «piscine oscure», sono delle piattaforme dove gli investitori nuotano in una liquidità elettronica senza permettere al resto del mercato di sapere chi compra e vende. Si tratta, a ben vedere, di mercati finiti al centro di discussioni e polemiche. Le «dark pools», infatti, proprio perchè permettono importanti deroghe alla pubblicità sulle negoziazioni, possono essere sfruttate anche per scopi non corretti. L'intenzione della Mifid2, che entrerà in vigore dall'inizio del 2018, è quella di limitare l'espansione di simili piattaforme. In che modo? Soprattutto ponendo dei tetti massimi ai loro volumi di contrattazione. La nuova normativa, infatti, prevede che gli scambi complessivi mensili di un titolo su tutte le «dark pools» europee non possano superare l'8% dei volumi totali scambiati in tutti i mercati Ue nei 12 mesi precedenti. Non solo. La direttiva impone un altro paletto. Cioè: i volumi di un titolo, in una singola «piscina oscura», non devono superare il 4% dei volumi totali

(sempre nei 12 mesi precedenti) scambiati su quell'azione in tutte le Borse Ue. Insomma: si tratta dell'imposizione di limiti agli scambi che, nell'intenzione del legislatore europeo, dovrebbero contenere la crescita delle «dark pools» stesse.

Senonchè c'è chi sottolinea che la Mifid2 darà la stretta ma non impedirà l'incremento delle contrattazioni all'«oscuro».

Alex Gerko, fondatore dell'importante broker XTX Markets, in un'intervista alla Reuters ha affermato che la liquidità in uscita dalle «piscine oscure» verrà travasata in altre piattaforme «dark». Quali? Gli internalizzatori sistematici.

Questi sono delle piattaforme dove la proposta di negoziazione dell'investitore viene eseguita per conto proprio dal gestore della stessa piattaforma (di solito una banca o un grande broker). Vale a dire: la compravendita non «esce» dal circuito del gestore che, per l'appunto, «internalizza» l'ordine. Non si tratta, come ben si capisce, di veri e propri mercati quanto di luoghi di compra-vendita caratterizzati da bassi livelli di trasparenza. Ebbene: secondo Gerko da un lato gli internalizzatori sistematici, «agognati» da chi cerca comunque un contesto «dark», cresceranno; e, dall'altro, questo trend spingerà in Europa la quota del trading «oscuro» che potrà arrivare al 30% (contro l'attuale 10%).

Ecco quindi il paradosso: la Mifid2 punta a limitare le «dark pools» ma, in realtà, aiuta il «dark trading». Un rischio concreto? «Il tema - risponde Anna Kunkl, partner di Be Consulting - è suggestivo ma complesso. *In primis*

si deve ricordare che, se anche si verificasse il fenomeno descritto, le società in grado di internalizzare il nuovo flusso di ordini non sarebbero tante». Di conseguenza non è detto che «queste realtà possano crescere così tanto». Non solo. Gli stessi internalizzatori sistematici saranno soggetti ad obblighi di maggiore trasparenza. Quindi «l'incremento di simili piattaforme - aggiunge Kunkl - non significa automaticamente che aumenti la quota di compravendita all'«oscuro»».

Su quest'ultimo fronte, tuttavia, deve ricordarsi che la Mifid2 prevede gli obblighi di maggiore trasparenza al concretizzarsi di due condizioni.

La prima è che l'azione rientri nel paniere di quei titoli che l'Esma definirà liquidi. La seconda, invece, richiama il concetto di *Standard market size*. Cioè: il valore medio dei contratti scambiati nell'anno precedente. «Ebbene - conclude Kunkl -, l'onere di maggiore trasparenza scatterà se gli scambi saranno compresi tra la *Standard market size* e il suo 10%».

Insomma: l'articolazione normativa non manca. Tanto che non può escludersi che gli operatori stiano già studiando come «aggirare», ovviamente in maniera legale, la nuova legislazione. A pensare male si fa peccato ma spesso ci si azzecca!

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Dark pool**

● In italiano «piscine oscure». Piattaforme di contrattazione dove gli investitori nuotano in una liquidità elettronica senza permettere al resto del mercato di sapere chi compra e vende. Si tratta di mercati finora non considerati sedi di negoziazione ai sensi della Mifid. In origine le «dark pools» sono nate per evitare che, di fronte a compravendite di grandi dimensioni, il mercato subisse importanti impatti. Nel tempo, però, si sono trasformate in piattaforme sfruttate per raggiungere scopi non corretti

